

**Hård Brexit rycker närmare. Långräntorna ligger kvar på rekordlåga nivåer igen. Börserna lugnare.**

Avkastningen i Crescit uppgick under juli till -0,21 % och +3,20 % hittills i år. I början av juli hade vi en konstruktiv syn på riskfyllda tillgångar överlag och särskilt på svenska aktier. Den kommande rapportperioden såg ut att kunna bli lovande med fortsatt höga vinster och stabila prognoser för efterfrågan globalt. Kvartalsrapporterna bjöd på starka vinster men en något tveksam syn på framtiden, främst drivet av oro av ett eskalerat handelskrig som sänkte de svenska industribolagen. Ränteläget började även slå mot bankernas intjäning och tveksamheter kring utdelningarnas hållbarhet pressade OMXS30 ytterligare. Sammantaget föll de svenska storbolagen med -1,4 % under månaden.

Juli var generellt en lugn månad på aktiemarknaderna med små rörelser. Utöver semestertider så väntade investerarna i stort på huruvida den amerikanska centralbanken skulle komma att sänka räntan i slutet på månaden, vilket också blev fallet. Den globala makrobilden förändrades inte heller nämnvärt från föregående månad. Världskonjunkturen fortsätter att bromsa men har hitintills undvikit en tvärnit. Ledande indikatorer i form av inköpschefsindex och sentimentsenkäter fortsätter att sjunka i varierande takt. För Europa noteras nu nästan samtliga inköpschefsindex för de olika ländernas tillverkningsindustrier under nivån som förknippas med positiv ekonomisk tillväxt. Den viktiga tyska industrisektorn visar mycket negativa tecken, men har så gjort under en längre tid. Tyvärr blir det allt tydligare att industrins svaghet börjar smitta av sig på service-sektorn globalt vilket med stor sannolikhet skulle föranleda en recession. Vårt huvudscenario har tidigare varit att den globala ekonomin återhämtar sig men ju längre handelskriget fortgår, desto större blir de negativa följderna för bolagen. Pessimismen sprider sig bland bolagsledningarna vilket inte minst återspeglades i de framtidsutsikter som presenterades i halvårsrapporterna. Rapportperioden som i stort sett avslutades under denna vecka har gett en blandad bild av konjunkturläget. De svenska verkstadsbolagen levererade starka rapporter men med tveksamma framtidsutsikter vilket gav ett kraftigt genomslag på aktiepriserna. När vi avslutade det första halvåret så var det just verkstadssektorn som hållit upp OMX som motvikt till den svaga banksektorn och utan ett cykliskt draglok ser utsikterna för den svenska aktiemarknaden mörka ut inför hösten. Givet ett fortsatt mycket lågt ränteläge så ser utsikterna för banksektorn svaga ut och även om den svaga kronan kommer att hjälpa verkstadsbolagen så noterar vi att riskviljan hos investerare har börjat vända och vi ser en ökad risk för en förhöjd aktieriskpremie som kommer att pressa bolagsvärderingarna från deras relativt höga nuvarande nivåer.

Även utländska långräntor faller vidare och nya lägstanivåer har uppnåtts i flera länder. Under juli nådde den schweiziska räntemarknaden ytterligare en milstolpe när hela räntekurvan försvann under nollstrecket. Samtliga obligationer till och med den med 50-åriga löptiden noteras nu till negativ ränta. De globala räntemarknaderna räknar med bred penningpolitisk stimulans från samtliga större centralbanker under de kommande åren, vilket pressar räntekurvorna världen över. Argumenten för stimulans är många men det flitigast citerade är behovet av en "försäkrings-sänkning" från den amerikanska centralbanken för att hejda konjunkturinbromsningen innan den får fäste i realekonomin. En sådan sänkning skulle med stor sannolikhet tvinga övriga centralbanker att stimulera för att behålla den sköra balansen som råder i den globala penningpolitiken. Vi ser en överhängande risk för ett globalt "valutakrig" där centralbankerna liksom vår egen riksbank använder penningpolitiken i syfte att hålla sina respektive valutor konkurrenskraftiga för att importera och skapa inflation. Detta ökar dock risken för ytterligare finansiell instabilitet i världen.

En global våg av penningpolitisk stimulans bör kunna återställa riskviljan hos investerare men det kommer att krävas att även företagsledningarna och inköpscheferna återfår sin tro på framtiden för att den investeringscykel som centralbankerna hoppats skapa ska kunna ta fart på riktigt. Det behövs troligtvis ett samarbete mellan penningpolitiken och finanspolitiken för att det målet ska kunna nås. Under våren och

sommaren har de globala aktiemarknaderna gäckats av den komplexa balansgången mellan handelskrig, konjunkturläge och aktiva stimulanser som uppstått. Den svaga konjunkturutvecklingen har spätt på ytterligare av svaga prognoser och försiktiga bolagsledningarna som vägt det eskalerande handelskriget mot potentiella (främst penningpolitiska) stimulanspaket. Centralbankerna vill inte stimulera i onödan och president Trump förefaller villig att ställa handelskriget på sin spets för att både driva igenom sin vilja men också tvinga FED att upphöra med vad han verkar anse vara ett aktivt ställningstagande för att förstöra så mycket som möjligt för honom personligen. FED vill i sin tur inte framstå som att de kan bli hunsade av en president på väg in i en valkampanj. Den "katt-och-råtta-lek" som pågår har satt världen i gungning på ett sätt som vi inte sett på många år. Det är ett vanskligt läge för världen när de stora förlorarna i konflikten inte förefaller vara någon av de direkt inblandade utan snarare de som drabbas av spridningseffekterna. Det tydligaste offret är den tyska exportindustrin som är förlorare i båda ändarna av handelskonflikten där potentiella tullar i väst och en vikande efterfrågan i öst ställer till det rejält för Europas största exportör.

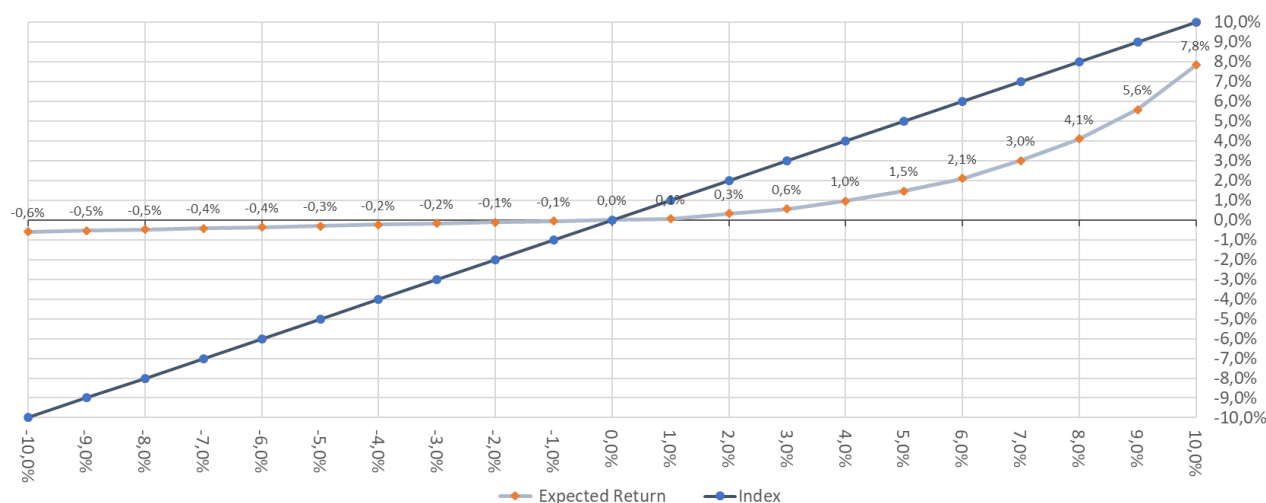
En försvagad industri bådalar mycket illa för Europa som dras med ett banksystem som går på knäna och en inhemsk tillväxt som är fortsatt mycket svag eller rent av obefintlig. Vi ser dock god potential i Europa som fortsätter att handla billigt relativt omvärlden, men inväntar en tydlig katalysator för att åter exponera oss mot europeiska aktier. Under hösten efterträds Mario Draghi av Christine Lagarde på ECB vilket vi ser som något positivt för Europa som ekonomisk marknad. Vi ser en ökad sannolikhet för ett finanspolitiskt krafttag som efterträder och ersätter den ultralätta penningpolitik som med blandat resultat drivits på kontinenten under det senaste decenniet. Det tyska överskottet (i statsfinanserna) börjar få uppmärksamhet i en värld där underskott i högkonjunktur blivit den nya normen. Christine Lagarde väntas öka dessa påtryckningar givet hennes bakgrund på Internationella valutafonden och det är en möjlig katalysator för att vända trenden i den mycket svaga tyska tillverkningssektorn. En kombination av ökade penningpolitiska stimulanser och välriktade finanspolitiska insatser är en möjlig väg framåt som skulle kunna vända den svaga trenden för tysk tillverkningsindustri och med den övrig europeisk tillväxt. Det kommande tronskiftet i tyska CDU och en mot omvärlden mätt extremt svag utveckling för just tillverkningsindustrin ser vi som en hjälp på traven där ett sådant stimulanspaket skulle kunna accepteras globalt för att stötta industrin där penningpolitiska insatser förmodat skulle klassas som en upptrappning av "valutakriget".

Vi närmar oss en potentiellt hård "Brexit" i mycket snabb takt där den nye premiärministern Boris Johnson av allt att döma är fast besluten att lämna EU redan i oktober. EU-topparna i Bryssel verkar inte heller intresserade av en smärtfri lösning och sätter hårt mot hårt i förhandlingarna. Det skulle vara förvånande om inte brittiska företag under en sådan avtalslös separation får problem som påverkar lönsamheten. Å andra sidan har det brittiska pundet redan försvagats extremt mycket vilket gör att påverkan i brittiska pund blir mer begränsad.

Strategiskt befinner sig förvaltningen fortfarande i ett "vänta-och-se" läge där hösten ser ut att kunna ge svar på det senaste årets stora frågetecken. Det är förstås vanskligt att förutsätta detta då en lösning på både handelskrig och världskonjunktur har legat runt hörnet ett flertal gånger under året. Att lösningarna kontinuerligt skjuts framåt i tiden återspeglas också i våra resultat. Vår avvaktande syn på marknadsläget har begränsat vårt riskutrymme under våren och sommaren och därmed inte heller resulterat i några större rörelser för andelsvärdet trots stora börsrörelser. Vi arbetar likt tidigare enligt principen att fonden ska vara ett bra alternativ för de investerare som vill ha långsiktig exponering mot börsens avkastning men inte vill drabbas av dess brutala nedsida från tid till annan. Vi använder marknadscykeln och styrkan i den pågående trenden för att skapa en portfölj som i större mån erbjuder en absolut avkastning med lägre korrelation till börsen än tidigare. Detta gör vi mot bakgrund att vi anser risken för ett större börsfall var högre idag än den varit på många år. Fokus i förvaltningen är riskhantering och att löpande nyttja marknadens svängningar till

dess att det blir tydligare huruvida en lågkonjunktur står för dörren eller vi ser en återhämtning likt den vi såg under 2015/2016.

**Figur 1 – Förväntad känslighet mot globala aktieindex**



Våra innehav i företagsobligationer stod också som förväntat för ett positivt bidrag denna månad. Våra valutaskydd missgynnade oss marginellt under månaden då de var lite större än vår exponering. Vår bedömning var att kronan skulle stärkas mot dollarn under sommaren inte minst mot bakgrund av FEDs mjukare tongångar och det avtagande behovet av en duvaktig riksbank. Däremot missgynnades vi av de stora slagen i valutamarknaderna, men de upparbetade tidsvärdena räknar vi med att återfå under andra halvan av augusti.

Världskonjunkturen fortsätter att halta framåt och vi ser fortfarande anledning att vara allokerad till aktier. Om den geopolitiska oron minskar och fortsatt låga diskonteringsräntor stannar kvar förväntar vi oss fortsatt god utveckling på världens börser. Vi har dock en balans i positioneringen för att i enlighet med figuren ovan endast få en begränsad förlust om börserna vänder nedåt. Den förväntade känsligheten mot ett 5%-igt parallellskifte ner på börserna är ca -0,3 % och ca +1,5 % för en likvärdig rörelse uppåt under augusti.

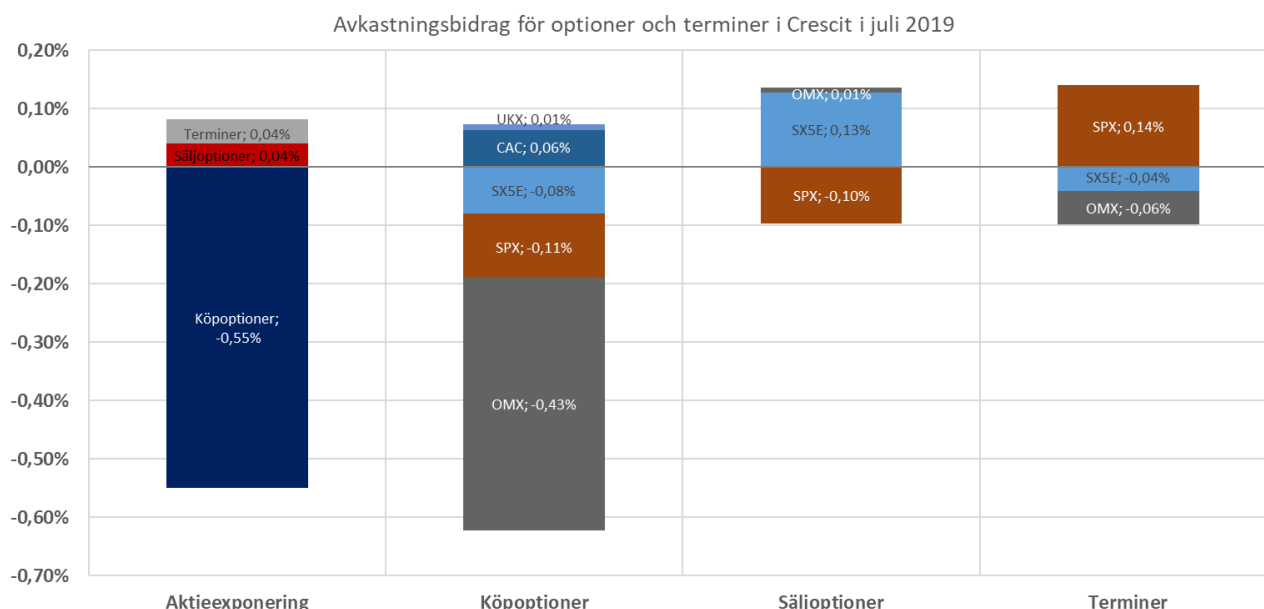
Inför månadskiftet juli/augusti har vår derivatbok ett förhållandevis lågt delta (känslighet mot underliggande börser). Det innebär att följsamheten mot mindre börsrörelser är relativt liten. Exponeringen reflekterar vår avvaktande ställning inför Federal Reserves möte och den makrodata som väntas under de första dagarna av augusti. Vi har en marginell överexponering mot Sverige efter den förhållandevis svaga månaden relativt omvärlden men den totala exponeringen är fortsatt låg. Det kortsiktigt positiva sentimentet har ebbat ut och en fortsatt rörelse uppåt på börserna ter sig allt mer osannolikt.

Långräntorna rörde sig i sidled i både USA och Europa under juli. Den amerikanska 10 åriga räntan sjönk med några baspunkter till 2,00 % medan den tyska 10 åringen minskade med ytterligare 12 baspunkter och stängde månaden på -0,44 %. Den tyska 10 åringen fortsätter därmed att bygga vidare på sina rekordlåga negativa nivåer. I Sverige föll 10 årsräntan under mitten av juni för första gången någonsin under nollstrecket, något som befästes under andra halvan av juli. Månaden stängde på -0,135 % och ser i skrivande stund ut att fortsätta ännu mer nedåt.

Under månaden bidrog både våra sälloptioner och terminer positivt till vårt resultat (se **figur 2**). Det negativa bidraget kom primärt från våra köpoptioner på OMX och uppstod på grund av börsnedgångarna i Sverige till

följd av de svaga framtidsutsikterna som presenterades i samband med bolagens Q2-rapporter. Då de ägda köpoptionerna nu är relativt långt under sin startnivå, är fortsatta förluster i dessa OMX-positioner kraftigt begränsade vid ytterligare börsfall. Den relativt starka amerikanska börsen gynnade vår derivatbok under månaden. Våra sålda säljoptioner bidrog till resultat men ägda säljoptioner förlorade pengar under månaden.

I **figur 2** på nästa sida ses en nedbrytning av de olika indexen och deras avkastningsbidrag i Crescit.

**Figur 2**


Det totala bidraget från aktieindexderivat uppgick till -0,47 % under månaden (**se figur 2**) vilket var sämre än våra förväntningar givet marknadsutvecklingen – ett resultat av ogynnsam övervikt mot Sverige. När vi går in i augusti så har vi ett utgångsläge där vi har låg följsamhet mot börsen. Vi har löpande justerat våra positioner och är därmed väl rustade för att leverera stabilt resultat till fondandelsägarna.

Sammanfattningsvis konstaterar vi att juli var en jämförelsevis lugn månad där de globala aktiemarknaderna gick åt olika håll. Vi har vid månadens slut en låg och balanserad exponering mot fortsatt börsuppgång. Vi kommer även i fortsättningen att försöka nyttja de stora svängningarna för att leverera en stabil avkastning. Under våren och sommaren har vi haft en avvaktande syn på världsekonomin och under inledningen av augusti har den visat sig vara befogad. Vi följer noga utvecklingen på den globala arenan där både handelstullar och valutadevalveringar återintroducerat volatilitet på bred front. Som vi nämnt tidigare är vårt huvudscenario inte att konjunkturcykeln nått vägs ände ännu, men vi står väl rustade om så skulle vara fallet.

År	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2013	-	-	-	0,12%	0,03%	-0,94%	1,03%	-0,47%	1,09%	1,12%	0,75%	0,65%	3,42%
2014	-1,23%	1,97%	0,03%	0,90%	1,17%	-0,11%	-0,50%	1,42%	-0,14%	-0,15%	2,56%	-1,52%	4,40%
2015	2,57%	2,16%	0,35%	-0,65%	-0,49%	-3,05%	2,41%	-4,76%	-1,85%	3,63%	1,89%	-2,77%	-0,96%
2016	-2,67%	0,95%	1,19%	0,09%	0,76%	-0,66%	1,91%	0,18%	-0,23%	-0,21%	-0,31%	1,51%	2,46%
2017	-0,27%	1,88%	1,05%	0,63%	0,15%	-1,57%	-0,31%	0,08%	1,20%	0,88%	-1,20%	-1,07%	1,40%
2018	2,15%	-2,23%	-1,67%	2,15%	-2,18%	0,05%	1,18%	-0,53%	-0,53%	-3,62%	-1,09%	-3,44%	-9,52%
2019	2,05%	0,88%	-0,08%	2,45%	-1,88%	0,01%	-0,21%						3,20%

Jonas, Gustav och Simon

Stockholm den 6 augusti 2019